

## 盈利突增要警惕，纸面富贵不可取

今天我们来分析另外一个案例故事。

乙公司是一家从事建材销售和建筑的承包商，并于 20X5 年公开上市。20X7 年 2 月底，乙公司发布了 20X6 年度的业绩快报。从表面看，乙公司交出了一张漂亮的业绩表，营业收入从人民币 4.21 亿元增长至人民币 10.97 亿元，增加 161%；净利润从人民币 9,047 万元增长至人民币 2.15 亿元，增加 138%。业绩快报发布后，乙公司股价快速上涨，短短一个月股价几乎翻一倍。随后乙公司因为财务舞弊被监管机构处以行政处罚，股价下跌导致许多投资者遭受损失。

实际上，在“东窗事发”前，乙公司的财务报告已经透露出不少耐人寻味的蛛丝马迹。保持警惕、细心分析，能帮助我们免遭损失。接下来，让我们做一回“财务侦探”，回顾一下乙公司 20X6 年度财务报告释放的一些异常信号。

### 一、虚高业绩承诺，不能承受之重

业绩承诺是一把双刃剑，既可能成为管理层提质增效的动力，也可能成为管理层舞弊造假的压力。

翻开乙公司的年报可看到，在上市前资产重组阶段，公开承诺 20X6 年净利润达到人民币 2 亿元，若业绩达不到承诺水平，乙公司的控股股东将以自有资金对其他投资者进行现金补偿。然而，乙公司上一年度的业绩尚不及人民币 1 亿元，虚高业绩承诺对管理层的压力不可谓不大，已然成为乙公司不能承受之重。

### 二、“魔鬼”藏身于细节之中

要揭穿财务舞弊这个“魔鬼”，我们首先便要从细节入手。

#### （一）分析毛利率变动是否异常

乙公司 20X6 年的销售毛利率为 47%，前一年度仅为 31%，毛利率提升了 16 个百分点。毛利率变动是否合理呢？

一般情况下，毛利率的变化是由收入和成本两方面因素共同决定的。所以，要分析毛利率变动是否异常，先从这两个方面着手。

我们先来分析成本因素。乙公司的成本主要为建材原材料的采购成本和建筑施工的人工成本。建材原材料主要是从第三方供应商采购的，而原材料的市场价格在 20X6 年度并未出现明显的波动。

那么，是否因为人工成本下降了？乙公司并未在年度报告中单独披露生产和技术人员的人工成本，但我们可以结合财务报告附注中应付职工薪酬的变动额和年度报告中“董事、监事、高级管理人员和员工情况”有关内容进行分析。乙公司 20X6 年员工人数为 456 人，20X5 年为 368 人，从数量上看，人数反而增加了 88 人。再来看平均工资，我们发现乙公司平均工资不但没有下降，反而还较上年度平均工资上升了超过 14%。

既然主要的成本都没有下降，那看来乙公司突然增高的毛利率，极有可能是通过大幅度提高销售价格来实现的。

要想识别出哪些项目的销售价格是“做过手脚”的，可以从乙公司各地区的销售毛利率情况入手分析。

根据年报中披露的分部信息可以发现，华北、华东和华中地区的毛利率与上一年度公司整体毛利率 31% 是比较接近的，而华南地区和海外地区则明显高于上一年度公司整体毛利率，尤其是海外的毛利率达到了不可思议的 73%。也就是说，乙公司毛利率的变化主要是由于华南地区和海外地区销售定价的提升所引起的。

海外销售来自于乌干达的恩德培机场新航站楼屋面工程人民币 3.4 亿元的订单，该订单占 20X6 年销售收入约为 31%。综合考虑乌干达经济状况，乙公司如此高的毛利率显得非常异常。

## (二) 对比同类销售交易是否合理

我们在年报中发现了与上述海外销售相似的国内同类交易。

乙公司在 20X6 年 8 月份（来自乙公司的公告信息）获得了广州白云机场航站楼屋面工程（订单金额人民币 2 亿元），该工程到年底的完工程度为 40%。而乌干达恩德培机场工程的订单是在同年 7 月份获得的，仅仅比白云机场工程早一个月，但该工程在年底竟然已经全部完工！

此外，海外施工需要在国内输出建筑材料用于建设，并派遣员工进行海外施工。乙公司此前从未有海外工程施工经验，该工程为乙公司首单海外订单，仅用 5 个月就完成如此重大的海外工程，远远快于国内同类项目的施工进度，且毛利率远高于国内工程的毛利率。从商业合理性的角度来看，该交易显得愈发不合理。

## (三) 结合现金流量辨真伪

根据现金流量表的信息，我们来分析营业收入和净利润的现金含量，具体比例如下：

	20X6	20X5
营业收入的现金含量 ([销售商品、提供劳务收到的现金/(1+增值税税率)]/营业收入)	0.49	0.31
净利润的现金含量 (经营活动产生的现金流量净额/净利润)	0.16	-1.01

根据上述分析结果，乙公司营业收入和净利润的现金含量均低于 1。乙公司“漂亮”业绩增长背后并没有真金白银支撑，净利润的现金含量在 20X5 年为 -1.01，20X6 年也仅为 0.16。由此可见，乙公司业绩只是“纸面富贵”，盈利质量低。

综上所述，乙公司 20X6 年快速增长的销售收入和大幅度提升的净利润，从商业合理性的角度来看存在可疑之处，同时，收入和利润的现金含量极其低，具有很高的财务风险。

### 三、启示与思考

通过本案例告诉我们，对于此类型的财务舞弊，可以从以下方面寻找揭穿舞弊的突破口：

第一，关注管理层是否存在财务舞弊的压力，尤其要关注上市公司做出的业绩承诺，但这并不是说有业绩承诺的公司就必然会造假。要进一步分析业绩承诺对于上市公司而言是否难以实现，以及实现不了的后果，并结合上市公司内部控制的质量以及管理层诚信记录，进一步判断管理层在业绩承诺难以完成的情况下是否可能铤而走险进行财务舞弊。

第二，对于盈利的增长，可以结合财务报表披露信息、上市公司公告、外部行业数据以及宏观经济数据等不同来源的信息进行相互验证比较。关注财务数据的内在逻辑是否存在异常的迹象，财务数据与公司公告、外部行业数据等信息是否存在数据相互“打架”的情形。

第三，重视盈利的现金含量。大部分虚假销售交易背后并没有真实的现金流支撑，虚构的资金流也很难做到天衣无缝。投资者可以对比现金流分析盈利的质

量。对于长期处于“纸面富贵”状态的企业要予以警惕，谨慎地看待此类企业的业绩增长，避免投资误区。

转载自：深圳证券交易所